

中国上市公司股利政策问题研究

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 9515028

UDC_____

学 位 论 文

中国上市公司股利政策问题研究

郭 力 实

指导教师姓名: 吴世农 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 1997 年 12 月

论文答辩日期: 1997 年 12 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 1997 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

1997 年 月 日

目 录

序 言	1
第一章 股利政策的类型及其理论	2
第一节 股利政策的类型与我国上市公司股利政策的特点	2
一、股利政策的类型	2
二、我国上市公司股利政策特点的初步分析	3
第二节 有关股利政策的理论	5
一、股利无关论	5
二、“在手之鸟”理论	5
三、税收差别理论	6
四、顾客效应	6
五、信息的信号传递理论	7
六、后悔理论	7
第二章 中国上市公司股利政策的分析	8
第一节 股利政策的制约因素	8
一、法律、债务契约等方面的约束	8
二、公司内部经营的限制	9
三、股东的意愿、偏好方面的影响	9
四、企业所处的不同发展阶段的影响	10
五、历史性因素和其它公司通行做法的影响	11
第二节 中国上市公司股利政策制定的特殊性制约因素	11
一、按投资主体划分股票种类产生的问题	12
二、政府关于股利分配的税收政策	12
三、投机收益大于投资收益的市场特性对股利政策的影响	12
第三节 中国上市公司股利分配的有关政策法规	13
一、《公司法》对利润分配的规定	13
二、《企业财务通则》对利润分配的规定	14
三、《股份制试点企业财务管理若干问题的暂行规定》对利 润分配的规定	14
四、有关利润分配税收方面的政策法规	14
第四节 中国上市公司股利分配的主要类型	15
一、暂不分配方式	16

二、只派发现金股利方式	16
三、只派送股票股利（即送红股）方式	16
四、既派现金又送红股方式	16
五、其他一些类型	17
第三章 中国上市公司股利政策的实证研究	18
第一节 实证研究的理论基础	18
一、CAPM理论	18
二、特征线	20
三、单一指数模型	21
四、累积反常收益(CAR)	21
第二节 实证研究的方法及样本的选取	22
一、实证研究方法	22
二、样本的选取	23
第三节 实证研究的结果及分析与评价	24
一、实证研究的结果	24
二、结果的分析与评价	24
第四章 股利政策问题研究的进一步探讨	35
一、实证研究方法的基础性问题	35
二、股利政策研究的若干问题	36
附表 各样本组股票名称、编号汇总	38
参考文献	39
后 记	

序 言

以建立现代企业制度为宗旨的股份制改革在我国已有十三年的历史，股份制改革已从最初的星星之火燃成燎原之势。党的十五大正式提出应把公有制和公有制的实现形式区分开来，并把股份制作为公有制的实现形式予以高度肯定。毫无疑问，这个社会主义市场经济理论的重大突破将使我国今后的股份制改革在更广泛、更深层次的范围内展开。而处于股份制改革最前沿的上市公司为适应市场经济的需要，必须做到经营机制的真正转变。转变经营机制的重要内容之一就是树立现代的、科学的理财观。

公司理财包括三个基本方面，即筹资、投资、收益分配。上市公司的收益分配政策即它的股利政策是股份公司最重要的财务决策之一。我国上市公司的股利政策是随着我国股票市场的产生而出现的，由于历史较短，无法归纳出长期股利政策的类型，但短短几年的实践也出现了一些符合我国现阶段股票市场特性的股利分配现象，研究这一现象对上市公司财务政策的制定和投资者投资决策的形成有着相当迫切的现实意义。

西方众多的股利政策及相应理论不一定适合我国股票市场的现实情况，但“他山之石，可以攻玉”。特别是现代西方财务理论的一些基本方法可以用来研究我国上市公司的股利分配现象。本文将围绕着股利政策对股价的影响这个中心，以资本资产定价模型(CAPM 理论)为基础，运用超常累积收益(CAR)的方法，对我国目前四种股利分配类型(不分配股利、只派现金股利、只送股票股利、既派现金又送股票股利)进行实证研究，以期发现它的市场偏好和影响因素。在实证研究的基础上对诸如收益率的分布问题、股利政策的长短期问题、税收效应问题、现行会计制度对红股的处理存在的问题、股利政策与公司财务指标的关系问题、公积金转增股本问题等进行初步的探讨。

我国上市公司股利政策问题的研究尚处于起步阶段，特别是符合我国股票市场特性的股利分配理论仍处于空白状态，如果本文能对此有所帮助，那将是作者最大的欣慰。

股利政策的制定和研究是极其复杂的，由于作者水平有限，在股利政策问题研究的广度和深度上不可避免地存在着不足和错误，有待今后进一步的研究改进。

第一章 股利政策的类型及其理论

公司理财包括三个相互联系的基本问题，即筹资、投资、收益分配。上市公司的收益分配政策即它的股利政策是股份公司最重要的财务决策之一。西方近百年来股份公司的发展产生了众多的股利政策及相应的理论，众说纷纭，至今尚无定论，本章将就此作一概括性介绍。另外，中国国内短短几年的股票市场的实践出现的一些独特的股利分配现象引起了广大投资者、政府有关部门的关注，同时也引发了我们的研究兴趣，在此先做一个简单的分析。

第一节 股利政策的类型与我国上市公司股利政策的特点

一、股利政策的类型^(注1)

(一) 剩余股利政策

此种股利政策把公司的长远发展放在第一位，优先考虑有盈利潜力的投资机会，他们认为放弃可盈利的投资机会将意味着盈利机会的损失乃至公司期望价值的下降。因而公司的盈余应首先满足盈利性投资项目的资金需要，如有剩余，才将剩余部分作为股利发给股东。

不过这种股利政策用于短期决策时，容易引起股利支付波动，因此观实操作中很多公司采用平滑的剩余股利政策来力图保持一个相对稳定的股利支付记录，以维持公司股价的相对稳定。

(二) 股利支付率固定的股利政策

股利支付率(Dividend Payout)，为分配给股东的股利与公司税后利润的比率。采用股利支付率固定的股利政策，即是将公司每年盈利的某个固定百分比作为股利分配给股东。

当公司各年度盈利总额波动不定时，采用此种股利政策，则分配给股东的股利也将随之波动。而股利多寡通常被认为是公司现有财务状况和未来发展的反映，股利的波动会对公司的股票价格产生不利影响，因此一般公司很少采用此种股利政策。当然，盈利水平稳定的公司可根据情况采用此种政策。

(三) 稳定增长的股利政策

^(注1) Ross, Westerfield, Jordan, 《Fundamentals of Corporate Finance》, Second Edition, Richard.D, IRWIN, 1993, P567-573, 将股利政策分为以下四种类型。

长期稳定的股利政策表现为每股股利支付额固定,即不论宏观经济如何,不论公司经营好坏,公司每年的每股股利支付额稳定在一个固定的水平上。只有在公司管理层认为公司的盈利确已增加,而且未来的盈利增长确有保证时,才会提高每股股利支付额。此外,考虑到通货膨胀的影响,许多公司将每股股利支付额固定的股利政策转为稳定增长的股利政策。

现实生活中很多投资者偏好采用稳定增长的股利政策的公司的股票,因为股利及其变化可以向市场传递某些信息内容,公司管理层可以通过股利政策传递信息的作用改变投资者的预期。稳定增长的股利政策表明公司对未来的经营状况充满信心,因而在实际操作中相当多的公司采用此种股利政策。

(四) 低正常股利加额外股利的政策

此种股利政策,是指在一般情况下,公司每年只支付数额较低的正常股利,只有在公司经营非常好时,才在正常股利外再加一定量的额外股利分给股东。

这种政策最大的优点是可以给公司以较大的弹性,但应注意在连年支付额外股利后一旦取消额外股利,要及时作出信息披露,以免投资者错误地认为公司财务发生了困难,影响了公司的股票价格。

二、中国上市公司股利政策特点的初步分析

中国在八十年代后期开始进行股份制试点工作,并于 90 年、91 年先后成立了上海、深圳证券交易所,短短的七年时间,上市公司数量从少数几家发展到 601 家(截止 1997 年 5 月 8 日)^(注 2),股份制改造和证券市场取得了长足的进展。但总的来看,我国的证券市场仍处在一个起步阶段,上市公司也正处于经营机制转变和规范化运作的阶段,作为上市公司最重要的财务政策之一的股利政策,也有着符合这一时期的鲜明特点:

(一) 送红股的上市公司多,送现金的上市公司相对较少。

据统计,在近 10 年中,美国每年宣布实行股票分割或股票股利的公司约占总数的 10--15%^(注 3),而我国 1997 年深沪两个股市据笔者统计,送红股的公司为 187 家,占总数的 33%;送现金的公司为 129 家,占总数的 23%;而香港股市 1996 年送现金的公司占总数的 61%,送红股、配股的公司占总数的 19%^(注 4)。这种现象是和这一时期国内企业普遍缺少资金密

(注 2) “我国上市公司喜逾六百”,《中国证券报》,1997.5.9,第 1 版

(注 3) 胡援成,《现代公司财务与投资管理》,上海社会科学出版社,1995 年 9 月,第 238 页

(注 4) “海外上市公司如何回报股东”,《中国证券报》,1997.2.19,第 5 版

切相关的，如果资本市场不发达，筹资渠道较少，企业则愿意少派现金多送红股。相反，西方资本市场较为发达，相应的送现金的上市公司就占了较大比重。

(二)送红股的比例大，股本扩张迅速。

西方会计处理上，一般把送股比例低于 25% 的作为股票股利，把超过 25% 的作为股票分割处理。一般而言，很少采用股票分割的方式^(注 5)。在中国(仍以 1997 年深沪两个市场为例)，送股比例超过 25% 的有 85 家，占全部送红股的公司总数的 45%。这种迅速扩张股本的现象确为我国股市的一大特色，采取这种股利政策，一方面和股市规范化进程有关，1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》颁布以后，一些早期上市的股本总额小于 5000 万元的公司为了符合标准，相继推出了大比例送股现象，甚至出现了一送三的分配方案；另一方面和有关政策法规有关，《关于上市公司送配股的暂行规定》中规定配股数不得超过总股本的 30%，为了下年度多募集资金，便推出大比例的送股方案。当然这也和公司经营及市场的影响有关。

(三)不分配利润的公司占有相当的比重。

97 年不分红派息的公司达到 200 家，占总数的 35%，这是一个相当惊人的数据，而香港股市 1996 年不分配利润的公司占总数的 13%，这反映了即使在中国经济高速成长时期，微观上相当一部分企业资金困乏，留存收益全部用于扩大再生产。另一方面，一些企业改制名不副实，虽然通过上市募集了一批资金，但本身仍处于亏损状态，收益分配更无从谈起。

(四)分红派息方案的宣布往往伴随着配股、公积金转增资本等股本扩张行为。

配股属于增发股本的范畴，按《公司法》规定公积金可以用于转增公司资本。配股、公积金转增资本方案实际上是一种股本扩张行为，不属于分红派息的范畴，但此种方案的推出会影响公司的股价，因而造成了公司股利政策分析和制定的复杂化，同时这一现象容易混淆广大投资者对股利政策的认识，也使上市公司制定股利政策短期行为现象严重。

第二节 有关股利政策的理论

(注 5) 余绪缨主编，《企业理财学》，辽宁人民出版社，1995 年，第 372 页

股利政策实际上要解决的问题是：企业应支付多少股利才是合理的？也即股利政策对股票价格有怎么样的影响？几十年来，西方财务理论对此形成了几种针锋相对的观点，到目前为止仍没形成统一的认识，以下将就这几种观点作一简要介绍。

一、股利无关论

股利无关论是米勒(Miller)和莫迪格里亚尼(Modigliani)于 1961 年提出的^(注 6)。他们认为，在公司投资决策给定的条件下，股利政策不会影响公司的股票价格。

MM 理论在以下一些基本假定条件下才能成立：

1. 存在一个完全资本市场，即没有交易成本，信息可以免费获得，没有发行费用，各种证券无限分散，任何投资者不能影响证券价格，所有投资者都是理性的。

2. 没有个人所得税和公司所得税。

3. 公司有一既定的不会变化的投资政策。

4. 投资者对未来投资机会和利润有完全的把握性。

在以上严格的假定下，通过一种套利机制使支付股利与外部筹资这两项经济业务所产生的效益与成本正好相互抵消。他们据此推论出企业的市场价值只由公司的投资决策和盈利能力决定，而和公司的资本结构无关。根据这一理论，股东可卖掉部分股票，得到和发放股利一样的结果，也可把他们所收到的股利进行再投资。因此股东对于股利与盈利的留存没有任何偏好，公司的股利政策不会影响它的股票的价格。

二、“在手之鸟”理论

戈登(Gordon)和林特纳(Lintner)等人在五十年代末、六十年代初提出了“在手之鸟”理论^(注 7)，他们认为在完全资本市场条件下，由于不确定性因素的影响，企业盈利在留存和股利之间的分配确实会影响公司的股票价格。因为股利的支付可以减少投资者的不确定性，并使他们愿意按较低的普通股必要报酬率来对企业的未来盈利加以贴现，由此使企业的价值得以提高。“两鸟在林，不如一鸟在手”，发生在未来的资本利得风险高于

^(注 6) M.H.Miller and F.Modigliani, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business* 34: 411-433(October 1961)

^(注 7) M.J. Gordon, “Dividends, Earnings and Stock Prices”, *Review of Economics and Statistics* 41: 99-105(May 1959)

目前已握在手中的股利，因此为使资金成本能降到最低，公司应维持高股利支付政策，高股利导致高股价。

三、税收差别理论

法拉(Farrar)和萨利文(Salwyn)于 1967 年最早提出在市场不完全的情况下，例如在现实世界里，税收效应（主要是指资本利得税和个人所得税的影响）是必须考虑的因素，因为税收会影响多种财务决策，自然也影响股利分配政策^(注 8)。一般而言，实际上适用于资本利得的有效税率低于股利支付的有效税率，因而投资者更偏好接受资本利得而非股利收入，则公司应支付较低股利或最好不支付股利，将留存盈利用于公司发展，以使公司价值最大，也即较低股利会导致较高股价。这就是税收差别理论的基本内容。

四、顾客效应

以上介绍的是对股利政策的三种基本解释，对股利政策还有一些不同的解释，股利的顾客效应就是其中的一种。

我们知道有些群体，例如富有的投资者由于税收的原因愿意购买低股利支付率或不支付股利的股票，而对另一些群体，例如某些免税的投资者则喜欢购买高股利支付率的股票。支付高股利的公司将吸引一类群体，而支付低股利公司将吸引另一类群体。这就是股利的顾客效应。公司的任何股利政策都不可能满足所有股东对股利的要求，公司股利政策的变化，只是吸引了喜爱这一股利政策变化的投资者前来购买公司的股票，而另一些不喜爱新的股利政策的投资者则会卖出股票。

这里涉及到供给和需求的问题^(注 9)。当喜爱高股利的投资者的比例大于支付高股利的公司的比例时，则支付高股利公司的股票处于短缺状况，则它们的股价会上扬，直到两者的比例相等时，则市场会达到一个动态平衡。此时对个别公司来说股利政策和股票价格是无关系的，这实际上是从另一个角度说明了股利无关论。

(注 8) Farrar,D. and L.Selwyn, "Taxes , Corporate Financial Policy and Return to Investors" ,
National Tax Journal , P444-454(December 1967)

(注 9) Ross , Westerfield , Jaffe , Roberts , 《Corporate Finance》 , First Canadian Edition , IRWIN,
1995 , P535

五、信息的信号传递理论

这种观点强调了股利的重要性及区别股利和股利政策的必要性。股利变化可以传递某些信息内容,伴随着股利信号的股价的升跌被称为股利变化的信息内容效应^(注10)。

当公司宣布增加股利时,该公司股价会上扬,代表了一种受人欢迎的期望收益的信号,因为这表明只有当管理层预计未来的收益和现金流量大到足以维持新水平上的股利时,他们才会增发股利。当公司削减股利时,这向市场传递了一种信息即公司遇到了麻烦,公司管理层认为不能保持目前的股利政策,未来股利的期望会下降,则未来股利期望的现值即股票价格就会下降。

六、后悔理论

八十年代以来,对股利政策的解释出现了众多的学说,如代理理论下的信息不对称学说、期望理论、后悔理论等。其中从个体行为选择的角度提出的后悔理论就是一种较为新颖的学说。

后悔理论是 Loomes 和 Sugden 在八十年代初提出的^(注11),其中心内容是说在不确定的条件下,经济代理人在做出决策时要把现时情形和他们过去遇到过的做出不同选择的情形进行对比。如果个体认识到这样一种不同的选择会使他们处于更好的境地,他就会感到后悔;相反,从现时选择中得到了最好的结果,他会有一种欣喜的感觉。Loomes 和 Sugden 根据一个修正的公式和个体行为调查得出结论,对大多数人来说,出售股票会引起更大的后悔,因为他们会设想本来可以不采取这一行为的。也就是说行为后悔效应的存在导致了对现金股利的偏好。后悔理论从行为选择的角度解释了偏好现金股利的行为。

^(注10) Ross, Westerfield, Jaffe, Roberts, 《Corporate Finance》, First Canadian Edition, IRWIN, 1995, P533

^(注11) Mariateresa Fiocca, 《Corporate Financial Policy and Taxation》, Dartmouth Publishing Company, 1990, P88

第二章 中国上市公司股利政策的分析

自 MM 理论发表以来,西方学术界对“股利之谜”的争论在财务管理领域引发了一场具有深远意义的革命。各种理论与学说间的矛盾以及理论与实践间的差异使得现实世界中不存在着一个最佳股利政策的模式,经理人员在制定股利政策时要考虑众多因素。本章将首先介绍影响股利政策制定的一般性因素,并将讨论中国上市公司在制定股利政策时存在的一些特殊性前提因素,最后将归纳出我国上市公司股利政策的一些主要类型。

第一节 股利政策的制约因素

股份公司股利政策的制定,一般来讲要受以下几个方面因素的制约:

一、法律、债务契约等方面的约束

(一) 法律上的约束

主要指盈余分配顺序和资本保护方面的约束。盈余分配顺序一般为:弥补亏损、法定公积金、盈余公积金、公益金、优先股股利、普通股股利。资本保护是指弥补亏损的资金来源首先是盈余公积金,如果不足才可用资本公积金补充,这就制约了公司股利的发放量。

从美国各州的公司法规定的内容来看,公司的股利发放必须满足下述几个条件中的一个或几个:资本完整性条件(即发放股利的资金来源只能是公司的保留盈余,不能是因出售股票而形成的公司股本)、资本积累条件(只要公司总资产大于负债和法定资本额,其超出部分均可用于发放股利,这意味着除保留盈余外,股本溢价也可用于发放股利)、利润条件(即公司利润首先用于弥补以前的亏损)、偿债能力条件(当企业现金用于支付股利后将影响或妨碍企业偿还债务和正常经营时,企业发放现金股利的数额要受到限制)^(注12)。

(二) 债务等契约约束

当公司以长期借款协议、债券契约、优先股协议等形式向外部筹资时,债权人为了防止公司以发放股利为名和自己减少股票资本的数额,增大债权人风险,通常要对企业的股利发放加以一定限制。如规定公司的某些

^(注12) 曹海,“关于股份公司股利分配政策的一般性分析”,《证券市场周刊》,1995年 第7期,

重要财务指标，如流动比率、利息保障倍数等超过最低的安全标准才能发放股利等。

二、公司内部经营的限制

（一）公司的发展和投资机会的影响

如果公司有良好的发展前景和众多的有利可图的投资机会，使用保留盈余投资具有资本成本低、隐蔽性好等优点，因此公司将倾向于减少股利支付；反之将适当增加股利发放。

（二）公司的流动性的影响

公司经营的流动性是指它的变现能力。资金的灵活周转是企业生产经营得以正常进行的必要条件。公司现金股利的分配自然也应以不危及企业经营上的流动性为前提。如果一个公司的资产有较强的变现能力，现金的来源较充裕，则它的股利支付能力也会较强。

（三）公司筹资能力的影响

企业外部筹资渠道越多，则一般较倾向于多支付现金股利，较少地留存盈利。而对新设立的或正在快速发展的企业，由于前期对外筹资渠道不畅，则它们往往把限制股利支付、多留存盈利作为现实选择。另外有一点矛盾的是：较多地发放现金股利，有利于企业未来以较有利的条件发行新证券筹集资金，但它同时又使企业为外部筹资而付出远高于留存盈利这种内部筹资的代价；反之，如果公司目前较少发放现金股利，尽管可以将更多的盈利留存下来，可暂时节约外部筹资的高昂代价，但同时不可避免地会对今后较长时期开拓有利的筹资环境造成不良影响，这就要求企业的财务经理人员对在股利支付与筹资要求之间权衡利弊，制定出适合企业实际需要的股利政策。

三、股东的意愿、偏好方面的影响

公司在制定股利政策时必须考虑股东的意愿和偏好。¹³ 尽管最终的股利政策取决于多种因素，但避免股东的不满是很重要的。如果股东们对现有股利政策不满意，他们就会出售其所持股份，外部集团掌握企业控制权的可能性也就增大。在股东们对公司的股利政策不满时，企业被外部集团接管的可能性就越大。因此财务经理有责任了解股东对股利的一般态度¹⁴（注13）。公司不可能形成一种能使每位股东的财富最大化的股利政策，制定股利政策的目的在于要对绝大多数股东的财富产生有利的影响。

^(注13) Gitman, L.J., 《Principles of Managerial Finance》, Fourth Edition, Harper & Row, 1985, P520

（一）税负方面的考虑

由于股利收入的边际税率要高于资本利得的边际税率，假如一个公司拥有较大比例的因达到个人所得税的某种界限而按高税率课税的富有股东，则股利政策将倾向于多留盈利少派股利；相反如果一个公司绝大多数股东属低收入阶层，适用的个人所得税率较低，则这些股东更偏好当期的股利收入，他们更喜爱较高的股利支付率。

（二）股东对企业的控制方面的影响

股东对企业控制程度的强弱取决于持有公司股票份额的多少。如果靠新增发行股票筹资，则原股东对企业控制能力将被削弱；如果增加公司债务，则财务风险加大，因而公司股东倾向于利用保留盈余作为主要资金来源，对小公司来讲，这一点尤为突出。

四、企业所处的不同发展阶段的影响

一个企业一般要经过初创期、高速成长期、稳定增长期、成熟期和衰退期五个阶段。在各个阶段当期盈利、投资需求、资金的可获得性、资金成本及风险水平是不同的，因而各阶段股利政策受这些因素的综合影响也是不一样的^(注14)。具体地说：

（一）初创期

这一时期公司的利润少、风险大，而且融资渠道不畅，资金成本高，因而此时公司较多地采用不支付股利的股利政策。

（二）高速成长期

这一时期公司的发展前景良好，净资产收益率高，但现金流量状况不佳，资产的流动性差，财务风险较高，此时公司宜采用支付股票股利的股利政策。

（三）稳定增长期

这一时期公司可获得较稳定的高边际利润，现金较为充裕，融资渠道畅通，具备了支付现金股利的条件。为保持财务状况的弹性及公司在市场的形象，一般采取稳定增长的现金股利政策。

（四）成熟期

这一时期公司的产品市场趋于饱和，投资机会减少，现金流入量很高，财务风险再次降低。公司多采取支付每股现金稳定的股利政策。

（五）衰退期

这一时期公司的销售利润逐步减少，尽管可提高股利支付率但总体而

^(注14) Keith. Ward, 《Corporate Financial Strategy》, Butterworth-Heinemann, 1993, P99-149

言现金股利的支付呈下降的趋势，甚至不发放股利。公司只有等待新的投资机会或通过收购、兼并等资产重组方式获得新生。

五、历史性因素和其它公司通行做法的影响

股利具有信息传递功能，为保持股利政策的稳定性，历史性因素（公司过去的股利政策）是制定股利政策时必须考虑的因素。另外当前公司股利政策的通行做法也是要考虑的因素，不符合当前通行做法的股利分配方案会导致公司股票价格下降，也就不能使股东财富最大化。

影响股利政策形成的因素很多，至于何者为最重要的因素，Baker、Farrelly、Edelman从管理层角度对股利政策的调查表明^(注15)，公司股利政策最主要的决定因素依次为：公司未来收益的预期水平，过去股利政策的模式，现金的可获得性，对维持和提高股票价格的关心等。具体到各个公司，财务经理们必须根据本公司的情况制定出相应的股利政策。

第二节 中国上市公司股利政策 制定的特殊性制约因素

我国从1984年开始进行企业股份制改革试点，至今已有十三年，成效明显，股份制企业不断发展，已形成我国国民经济新的增长点。据不完全统计，截止1996年底，全国以国有企业为主改建或新设的股份公司约9200多家，股本总额约6000亿元，其中国家股占43%，法人股占25.1%，也就是说国家以43%的份额控制和支配了57%的社会资本，大大地巩固了国有经济的主导地位和公有制经济的主体地位^(注16)。其中在深、沪两个交易所上市的公司超过六百家（截止到1997年5月）。股份公司特别是上市公司的股利政策便成了公司决策层要重点考虑的问题之一。

在研究我国上市公司股利政策时，首先需要对我国与国外股份经济在这一问题上所存在的前提性因素差异加以考察，以便接下来的分析中不致于盲目照搬国外股份公司的某些理论来推论我国股份公司的股利分配政策。而这种差异的存在，既是两种社会经济制度根本区别的原因所致，也是股份经济发展阶段的差别所致。概括起来说，股利分配政策背景因素的国际性差异主要表现在以下几个方面：

(注15) Baker, K.H., Farrelly, G.E. and Edelman, R.B., "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management*, 1985, 14(3), P78-84

(注16) 刘公斌, "企业股份制改革成效明显", 《中国证券报》, 1997.4.15, 第1版

一、按投资主体划分股票种类产生的问题

基于我国的特殊国情，中国股份经济的发育一开始就设计出国有股、法人股、个人股（包括面向海外投资者的B股和H股等）。虽然这些类别的股票都作为普通股看待，但在流通性上却有差别。因此在同股同权同价问题上就引起了广泛的争议。众所周知，盈利性、流动性和安全性是投资者进行证券投资对象选择时需要考虑的三大因素。国有股、法人股由于流动性较差，不但当初在入股时认购价水平要低于个人股，而且在对股利分配政策的态度上与个人股也有差别，即前者倾向于获取现金股利，这是因为其股票流动性极低，股票股利很难通过市场兑现，较难实现资本利得。1994年7月1日开始施行的《公司法》，还对股份公司尤其是上市公司的股本设置比例作出了规定，即公众股要占一定的比例，因此在现实操作中出现了给国有股及法人股派现金，给个人股送红股的现象。

二、政府关于股利分配的税收政策

税收，不仅是政府筹集资金的手段，而且还作为调节经济政策的工具被积极、灵活地运用着。考察西方特别是美国，其股息收入、分红、债息及证券交易获利原则上都属于所得税征收范围。对个人股东来说，税差理论对股利政策的影响在起作用，对公司来说，美国国内税法规定对“赢利积存课以重税”，又驱使公司把在营业上暂不需要的任何赢利都作为股息付出。总之，税收对股东的股利收入和公司的股利政策有着不同的影响。

在我国1994年初实行的新税法中明确规定个人在利息、股息、红利方面的所得及转让有偿证券、股权所得和企业利息、股息方面的收入均需征税，但在实际操作中对个人的股票股利和证券交易资本利得暂不征税，仅对现金股利征税，对现金股利和股票股利的区别税收对待使得投资者希望上市公司实施派送红股的分配方案。

三、投机收益大于投资收益的市场特性对股利政策的影响

我国的证券市场尚处在发展的初期，由于政策面的波动和消息的影响，使得股票价格经常大起大落，投机收益远远高于一年一度的分红所得或长期持股坐享市场成长所得，因此投资者短线炒作谋取投机收益的心理较重。如果上市公司普遍地采取分派现金股利的方式，则投资者是较容易地计算出股票投资的机会成本的，这样股价波动幅度可能要逐渐缩小到合适的范围内；如果上市公司多采取股票股利的形式，则给市场增加了不明

朗性，对于投机炒作起了推波助澜的作用。

因此我国上市公司股利政策的制定除上节所述的影响因素外，还和以上所述的区别于国外的具体国情有关。

第三节 中国上市公司股利分配的有关政策法规

我国上市公司股利分配的形式多种多样，既有一般的方式，如现金股利和股票股利方式，也有诸如暂不分配，甚至有亏损仍分红情况以及公积金转增股本等多种方式。这些方式都必须符合我国有关政策法规对利润分配的要求。只有了解这些政策法规，上市公司才能制定正确的股利政策；同样只有了解这些政策法规，投资者才能正确地理解上市公司的股利分配方案，制定出相应的投资决策。本节将就我国上市公司利润分配的有关政策法规作一个归纳比较。

一、《公司法》对利润分配的规定

1994年7月1日正式施行的《公司法》规定：公司利润的分配办法由股份有限公司章程确定（第七十九条）。董事会负责制定公司的利润分配方案和弥补亏损方案（第一百一十二条）。股东大会审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案（第一百零三条）。公司分配当年税后利润时，应当提取利润的10%列入公司法定公积金，并提取利润的5—10%列入公司法定公益金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的50%以上的，可不再提取。公司的法定公积金不足以弥补上一年度公司亏损的，在依照前款规定提取法定公积金和法定公益金之前，应当先用当年利润弥补亏损。公司在从税后利润中提取法定公积金后，经股东会决议，可以提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金、法定公益金后所余利润，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配（第一百七十七条）。公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。股份有限公司经股东大会决议将公积金转为资本时，按股东原有股份比例派送新股或者增加每股面值。但法定公积金转为资本时，所留存的该项公积金不得少于注册资本的25%（第一百七十九条）。

二、《企业财务通则》对利润分配的规定

《企业财务通则》第三十二条规定，企业的利润按照国家规定做相应的调整后，依法缴纳所得税。缴纳所得税后的利润，除国家另有规定者外，

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库